

股票与债券市场虚假陈述损失计算 逻辑的比较分析*

何 昕**

摘要:“五洋债”一审判决中采用了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》规定的适用于债券市场的虚假陈述损失计算方法。股票与债券市场存在相异性,因此股票与债券虚假陈述的因果关系、损失计算等逻辑皆有所差异。由于《虚假陈述若干规定》适用范围主要为股票,且债券纪要层级较低无法直接作为裁判依据,应细化完善债券虚假陈述损失计算规则,并纳入司法解释当中。

关键词:债券会议纪要 虚假陈述 损失计算

一、问题的提出:“五洋债”案件中的虚假陈述损失计算

作为市场极为关注的违约公募债券,“五洋债”因债券违约引发合同纠纷,因发行人虚假陈述引发侵权纠纷,因发行人资不抵债引发破产案件,即同

* 本文仅代表作者个人观点,与所任职机构无关。

** 上海证券交易所员工。

一发行人债券违约引发三种类型纠纷。此类案件即属于《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券会议纪要》)主要规制和化解风险的重点案件。2020年12月31日,杭州市中级人民法院(以下简称杭州中院)公布了“五洋债”虚假陈述责任纠纷案一审判决结果。细观判决书,^[1]杭州中院在债券虚假陈述损失计算方面,较好地了解和运用了《债券会议纪要》提出的新理念、新方法,取得了良好的市场效果。

具体而言,“五洋债”一审判决书中明确,针对在一审判决作出前仍然持有债券的投资者,其虚假陈述赔偿金额分为两部分计算。一部分为期内本息,按票面利率计算,并支持了原告主张的为实现债权而支出的律师费等合理费用;另一部分为逾期利息,以未付期内本息为基数,在法院综合了发行人真实信用状态所对应的发行利率后,继续沿用募集说明书载明的票面利率计算。

上述计算方法即为此次《债券会议纪要》基于债券市场自身特点,结合债券品种属性,提出的不同于股票市场虚假陈述损失计算的新思路。《债券会议纪要》虽然不属于司法解释,仅是最高人民法院为帮助各地法院理解及适用法律出台的司法文件,在判决中无法直接援引,但相关规定在很大程度上缓解了多年来债券市场虚假陈述损失计算“无法可依”、复用股票市场计算方式的尴尬处境。并且,“五洋债”一案的应用,使其极具示范效应。

因此,有必要通过对比股票和债券市场的异同,从理论基础、法理逻辑、实践运用等各个方面,对新提出的债券市场虚假陈述损失计算方法进行深入研究,指出其先进性和局限性,为后续提升其规则层级,明确各类债券品种虚假陈述损失计算提供参考。

二、虚假陈述损失计算概述

虚假陈述作为一类特殊的侵权行为,^[2]一方面,要遵循普通侵权

[1] 详见浙江省杭州市中级人民法院民事判决书(2020)浙01民初1691号。

[2] 参见尤婧、顾文达:《虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第23卷),法律出版社2017年版。

赔偿责任认定的四要件,包括侵权行为、主观过错、损害结果及因果关系;〔3〕另一方面,还应符合证券市场的一些特殊标准,包括投资者“理性人”标准、信息披露“重大性”标准、侵权行为“损失性”标准等。〔4〕

其中,投资赔偿数额确定标准是证券侵权民事赔偿的核心。如何界定损失赔偿范围和规定损失计算方式,体现的是制度设计者的价值取向与立法水平。实际纠纷案件中,再由司法者发挥自由裁量权,结合案件事实适用法律规定,实现价值衡平。一般而言,证券侵权民事赔偿标准包含责任认定、数额确定及责任分配三个要素,〔5〕贯穿于虚假陈述行为发生、侵权责任认定和承担的全部流程。

本文主要讨论损失数额确定,即在已经认定行为人进行了虚假陈述侵权行为的基础上,如何确定被侵权人的损失范围。具体包括计算理论的选择、市场假设、基础损失模型以及因果关系认定等若干方面。虚假陈述损失计算制度的最终目的,就是要在尽量简洁、易操作的前提下,计算出最接近投资者实际损失的数值。一般流程上,先大致计算出投资者的基础损失,明确损失与虚假陈述之间的因果关系,剔除无关因素,最后拟制出投资者因虚假陈述导致的损失数额。

三、股票市场虚假陈述损失计算方法

2003年1月9日,最高人民法院发布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述若干规定》),以司法解释的形式,明确了证券市场虚假陈述损害赔偿计算方面的诸多重要原则与理论基础。《虚假陈述若干规定》的重大意义不必多言,但其局限性也非常明显,除了仅规定了诱多型虚假陈述之外,其是否可适用于债券市场,也是学界和实务界多年来争议的焦点。

〔3〕 参见冯果、张阳:《证券侵权民事赔偿标准确立的内在机理与体系建构》,载蒋锋、卢文道主编:《证券法苑》(第25卷),法律出版社2018年版。

〔4〕 参见郭锋:《虚假陈述侵权的认定及赔偿》,载《中国法学》2003年第2期。

〔5〕 同前注〔3〕。

(一) 判定因果关系

投资者最终获得虚假陈述损害赔偿的数额,很大程度上取决于虚假陈述行为对投资者损失的原因力大小。可以说,因果关系架起了虚假陈述行为与损害结果之间的桥梁。美国《1934年证券交易法》下的10b-5规则,将因果关系划分为“交易上的因果关系”(transaction causation)和“损失上的因果关系”(loss causation)。〔6〕交易因果关系是从正向入手,揭示虚假陈述行为与投资者作出投资决策或交易行为之间的联系,是后续产生虚假陈述损失的条件,属于侵权责任成立的定性问题。损失因果关系是从反向入手,合理界定投资者所有损失中与虚假陈述行为有关的部分,剔除无关因素,属于侵权责任承担的定量问题。

1. 交易因果关系的建立——欺诈市场理论

《虚假陈述若干规定》中重要的制度设计与理论基础,是借鉴了美国“信赖推定原则”构建起来的欺诈市场理论(fraud on the market theory)。〔7〕该理论推定投资者在进行投资决策时确实相信了虚假陈述,投资者无须举证,由虚假陈述行为人一方承担举证责任。新《证券法》第85条、第163条,也已将发行人的控股股东、董监高、证券服务机构等主体的虚假陈述责任规定为过错推定责任。

因此,交易因果关系主要体现在投资者对具有“重大性”虚假陈述信息的合理信赖。诱导投资者买入的虚假陈述行为的影响产生自行为实施日,结束于揭露日,而在卖出日或揭露日后一段时间内(基准日前)完成对投资者的影响,从而得以确定投资者的损失。

具体而言,《虚假陈述若干规定》第18条、第19条通过规定适格的买入卖出区间,来确定投资者财产损失与虚假陈述之间具有因果关系。(1)适格买入区间:在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入;(2)适格卖出区间:在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券或继续持有该证券而产生亏损。当然,投资者虚假陈述揭

〔6〕参见汤欣:《美国证券法上针对虚假陈述的民事赔偿机制——兼论一般性反欺诈条款制度的确立》,载徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版。

〔7〕参见樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,载《财经法学》2020年第2期。

露日或更正日之前卖出的股票,以及揭露日或更正日及以后进行的投资,属于自主投资行为,无论亏损或盈利,均属于“买者自负”的范畴。

投资者买入股票后,卖出和继续持有分别对应不同的损失计算公式。(1)投资者在适格区间内买入后卖出的,投资差额损失=(买入均价-卖出均价)×投资者卖出数量。(2)投资者在适格区间内买入后继续持有的,投资差额损失=(买入均价-虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日期间每个交易日收盘价均价)×投资者持有数量。即将适格区间的收盘价均价,拟制为投资者的持有成本。另外,投资者最终获得的赔偿,还需要加上佣金、印花税、资金利息等。

2. 损失因果关系的建立

《虚假陈述若干规定》第19条第4款明确,损失计算需剔除系统风险等其他因素。即虚假陈述行为人如有证据证明,投资者全部或部分损失与其虚假陈述行为无关,由其他因素导致,则行为人仅需承担对应原因力所造成的投资者损失。

对于股票而言,系统性风险一般结合特定期间大盘指数和板块指数的变动情况予以考虑,其中板块指数的变动情况一定程度上与个股的关联性更强,可以重点评估,同时还可以适当参考地域板块指数、概念板块指数等。多地上市的股票则建议参考交易地指数变化情况。^[8]

另外,目前中证中小投资者服务中心(以下简称中小投服)研发的证券虚假陈述案件投资者损失计算通用软件,已经有明确且清晰的计算方式,^[9]很大程度上解决了司法实践中损失计算较为复杂的问题。上海等地法院的虚假陈述类案件损失核定工作,也均已开始委托中小投服等第三方专业机构完成,大大提升了损失计算的精细化程度。^[10]

(二) 基础损失模型

《虚假陈述若干规定》确立了我国采用差额损失计算模型。差额

[8] 参见甘培忠、彭运朋:《论证券虚假陈述民事赔偿中系统风险所致损失数额的认定》,载《甘肃社会科学》2014年第1期。

[9] 参见杨宏、唐茂军、傅祥民:《证券虚假陈述案投资者损失计算软件的运行逻辑》,载《投资者》2019年第5辑。

[10] 参见黄佩蕾:《2015-2019年上海法院证券虚假陈述责任纠纷案件审判情况通报》,载《上海法学研究》2020年第8卷。

损失,是指投资者所持有的证券于虚假陈述泡沫被挤出后,因二级市场价格差额而产生的利益损失。即发行人虚假陈述(隐瞒坏消息)造成证券价值被高估后,投资者为购买证券而额外支付的款项。^[11] 差额损失计算模型以半强式有效市场为适用场景,要求证券市场流动性高,二级市场价格对信息披露的敏感度高。

而美国股票市场采用的是真实价值计算模型。真实价值是指,不存在虚假陈述时,根据公司经营情况、市场供求关系等因素所反映出来的股票的公允价值。虚假陈述被揭露后,股票价格会产生波动,等市场消化完信息后,价格会趋于理性,形成真实价值。真实价值计算模型就是通过计算真实价值与实际交易价格之间的差额来认定损失数额。^[12] 而该模型的运用难点在于,证券的“真实价值”受到各方面复杂因素的影响,很难确定准确数额。

四、债券市场虚假陈述损失计算方法

债券市场与股票市场在流动性、价格对信息的敏感度、投资者结构等方面的诸多差异,综合导致了债券市场虚假陈述行为与债券买入卖出的价格差值之间的原因力并不是非常紧密。因此,《债券会议纪要》放弃征求意见稿中完全参照股票市场制定的损失计算方式,提出专门适用于债券市场虚假陈述民事责任追究的裁判思路与分析框架,额外新增基于债券还本付息属性的计算模式,具有其合理性和创新性。

(一) 股票市场与债券市场的差异

作为我国公司债券市场第一起因债券虚假陈述引发的民事诉讼,“11 超日债”^[13] 案件中,被告曾提出质疑,认为《虚假陈述若干规定》的相关规定并不适用于公司债券。虽然被告提出的其他申辩理由大多不成立,但该观点具有一定的合理性。2003 年发布《虚假陈述若干规定》

[11] 由于诱多型与诱空型虚假陈述原理类似,全文以诱多型为例进行分析。

[12] 参见尤婧、顾文达:《虚假陈述民事赔偿责任中的损失认定与计算规则研究》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 23 卷),法律出版社 2017 年版。

[13] 参见江苏省高级人民法院(2018)苏民终 201 号民事判决书。

时,还未存在公司债券,^[14] 司法解释在制定时规制的主要对象应该是股票无疑。因此,在《虚假陈述若干规定》采用欺诈市场理论以及差额损失计算模型并不完全适用于债券市场的情况下,《债券会议纪要》基于债券市场的特点,新增了一类计算逻辑与方式。

1. 欺诈市场理论的适用条件:以美国司法实践为例

在负有争议的 *Basic v. Levinson* 案^[15] 中,美国联邦最高法院采用了欺诈市场理论,推定投资者天然相信被告的虚假陈述,并以其作为证券的真实情况进行投资决策。该理论的前提是,证券在一个公开、高流动性的市场上进行交易,所有公开且重要的信息都会快速传导至二级市场,并对交易价格产生影响,市场有效且发达。同时,全市场交易数量和规模都能达到一定量级,价格变化具有一定连续性。被告也可以提出反证,证明原告的损失与其虚假陈述之间不存在因果关系,或相关证券交易市场不具备效率性。

结合交易换手率、交易规模、流动性、投资者数量等指标,目前我国股票市场的主板、科创板、创业板均可以视为此类半强式有效市场。^[16] 而全国中小企业股份转让系统则缺乏较为充分的流动性,股票价格对信息的反应存在滞后、失真等情况,不一定可以直接适用欺诈市场理论。

欺诈市场理论下,市场公开且有效的一个重要判断标准就是证券价格的信息敏感度,即对于发行人发布的重大性信息,二级市场的证券价格是否能够快速作出反映。股票市场中,一般信息发布后一两天的股价变动即为市场对该信息的消化。因此,《虚假陈述若干规定》采用差额损失计算模型,通过计算适格期间买入卖出价格的差额来拟制为投资者因虚假陈述受到的基础损失,具有其合理性。

2. 债券市场的特殊性

相比而言,债券市场则与公开有效的股票市场存在诸多显著差异。

[14] 我国第一只公司债券发行于2007年。参见李扬、王芳:《中国债券市场:2018》,社会科学文献出版社2019年版,第182页。

[15] *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988).

[16] 有效市场可以分为弱势有效市场、强势有效市场和半强式有效市场。只有在半强式有效市场中,二级市场价格才会对信息披露作出及时且准确的反映。参见前注[3]。

(1)投资目的和投资风险方面,债券主要涉及信用风险,投资者主要关注发行人的偿债能力,收益较为确定;股票风险则主要来源于上市公司经营风险,投资者关注公司经营管理情况,收益较难预测。(2)产品种类和发行主体方面,债券市场品种多样,包括公司债、企业债、非金融企业债务融资工具等,且发债主体复杂多元;股票则为标准化产品,发行主体资质审查更加严格。(3)产品价值与定价方面,债券发行利率通常与市场利率水平、发债主体的偿债能力等相关;股票定价则与企业未来盈利能力、行业前景等密切联系。^[17](4)流动性方面,债券市场各品种流动性有所差别,总体而言流动性一般,与股票市场有一定差距。(5)投资者结构方面,两个市场主要投资者对于信息的获取和处理能力也存在较大差距。债券市场类比于批发市场,90%投资者为机构投资者,其大多具有丰富经验,可以组建专业团队获取、分析发行人及产品信息,对发行人资信状况有较为深入的了解;而股票市场类比于零售市场,以散户投资者为主,^[18]对于上市公司各类有效信息的获取渠道十分有限。

上述差别综合导致了债券二级市场的价格对信息披露的敏感度低于股票市场。股票市场中,中国证监会依据《证券法》,对上市公司违规担保、资金占用等违法违规行为予以行政处罚。立案调查公告或行政处罚事先告知书发出后,一般对股价会产生较为明显的影响。而同一事项,如果不影响发行人偿债能力,发行人基本面没有发生太大变化,债券价格则可能并不会大幅波动。例如,上市公司/发行人的实际控制人或董事长被爆出丑闻,或者上市公司被爆出曾存在违规担保,但市场发现时担保已经被解除时,债券二级市场的价格波动可能并不会很大。

3. 债券市场是否适用欺诈市场理论

在美国 *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund, Inc.* 案中,联邦最高法

[17] 参见黄宁:《债券市场和股票市场的信息披露制度差异原因研究》,载《经济师》2014年第11期。

[18] 根据上海证券交易所官网发布的上证统计月报,截至2021年2月,沪市A股共开设个人账户26,989.9516万户,机构账户81.7138万户,个人账户占比超过99%;债券市场暂未有公开账户信息,数据来源上海证券交易所内部报告。

院认为,有效市场的判断不能简单地用是和否来回答,而应该综合考察其效率性。^[19]实际上,我国交易所市场与银行间市场的债券流动性及发行规模有所差异,债券竞价交易与协议交易等交易方式也有所不同,均会影响到对债券市场有效性的判断。一方面,从《债券会议纪要》第22条第1款来看,最高人民法院总体认为,债券市场在一定程度上也属于半强式有效市场,可以采用欺诈市场理论和差额损失计算模型。但另一方面,也可以根据债券市场的特殊性,基于债券还本付息的逻辑,为债券投资者开辟另一条损失计算方式,即对应《债券会议纪要》第22条第2款的规定。

(二) 基础损失模型

与股票全部采用差额损失计算模型不完全相同,《债券会议纪要》第22条区分了两种情形,分别对应采用了价格差额和本息之和作为基础损失。

1. 第一种情形:买入后卖出

《债券会议纪要》第22条第1款采用了与股票市场计算模型类似的逻辑,以价格差额作为基础损失。投资者虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入后,在起诉日(最晚在一审判决作出前)之前已经卖出债券的:基础损失 = 买入均价 - 卖出均价 - 本金偿付(如有)。而对应损失从卖出日(实际损失确定日)至实际清偿日之间的利息,则根据贷款市场报价利率(LPR)的改革要求,新老划断分别计息。

实践中,债券市场分为净价交易和全价交易。交易所市场中,除ABS和特定债券之外,均为净价交易,净价加上持有期间的利息等于全价。结算时,债券市场为全价结算,结算金额包含利息收益。

例如,一张面值为100元的债券,票面利率为5%,1年期,到期还本付息,发行日为1月1日。即到12月31日时,发行人有义务向届时持有债券的投资者偿付105元。如果虚假行为实施日为1月1日,揭露日为3月1日,则在1月1日至3月1日内买入,3月1日至基准日

[19] See 134 S. Ct. 2398(2014). 转引自樊健:《欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用》,载《财经法学》2020年第2期。

卖出的投资者,符合第22条第1款规定的情形。假设,投资者2月1日买入价格为101元,5月1日卖出价格为51元。如为净价交易,101元、51元则仅包含本金。2月1日至5月1日3个月的利息应按照票面利率计算为1.25元;全价结算时,投资者获得的资金为52.25元。如为全价交易,则101元、51元已包含本金和利息,全价结算时,投资者获得的资金为51元。

投资者持有债券期间的应付利息,可以直接根据票面利率乘以持有时间计算得出,因此,虚假陈述行为仅影响交易本金。由于全价交易买入卖出价格差额中含有利息,因此推断出,《债券会议纪要》中规定的“购买该债券所支付的加权平均价格”“卖出该债券的加权平均价格”应为净价。当然卖出后,投资者进行全价结算,最终将获得本金加利息。

按照上例中进行净价交易的情况,投资者的基础损失应为 $101 - 51 = 50$ 元。则50元应在剔除无关因素后,从投资者卖出之日起至实际偿付完毕计算逾期利息,利息标准按照贷款基准利率计算。

当然虚假陈述可能影响的是债券发行阶段,也可能是上市交易后的持续阶段。无论影响的是哪个阶段,针对投资者买入后已经卖出的情形,债券市场与股票市场采用的逻辑类似,均认为虚假陈述的影响在揭露日后,已经体现在买入卖出价格的差额当中。这可能也是《债券会议纪要》对已卖出投资者逾期利息的补偿标准按照LPR确定,没有给予法院自由裁量空间的原因。

2. 第二种情形:买入后持有

《债券会议纪要》第22条第2款,是专门针对债券市场设置的损失计算方式,以本金和利息之和作为基础损失。由于股票的“真实价值”非常难以估计,股票市场在欺诈市场理论、股价对信息敏感度高前提下,选择了用“价格”差额来尽量计算出贴近真实情况的损失数额。而债券的“真实价值”主要与发行人还本付息能力有关,可以直接按照本金和票面利率计算得出。且债券市场中更常见的情况是,债券在到期未能还本付息,出现兑付违约后,虚假陈述行为才被揭露出来。因此,在我国采用损失填平原则的背景下,如投资者在一审判决作出前仍然持有该债券的,有理由认为已到期未偿付的债券本金及利息与虚假陈

述行为之间存在一定因果关系,可以将债券未偿付范围^[20]作为基础损失。

由于投资者一直持有债券,应以债券到期日为分界点,到期日之前(含)投资者的损失为本金、票面利率、持有期限计算得出的本息和,并由法院酌情判决支持投资者为实现债权产生的合理费用等;到期日之后至实际偿还日,应计算债券到期后的资金占用成本,即逾期利息。

对于逾期利息的赔偿标准,《债券会议纪要》则规定由法院在综合考量虚假陈述因素的基础上,根据虚假陈述被揭露后发行人真实信用状况所对应的发行利率或债券估值决定。这样规定,可能是基于现实中存在的若干情形。其一,法院可能已对部分债券持有人出具生效裁判,基于同案同判的原理,法院在处理其他原告的案件时,需参考此前生效判决的利息计算标准。其二,立法者考虑到,在还本付息的基础上计算损失,可能无法完全补足虚假陈述行为在债券发行阶段为投资者带来的损失。这也是《债券会议纪要》又一亮点之处。例如,发行人在债券发行阶段进行了虚假陈述,导致债券发行利率偏低或债券估值偏高,即发行人给投资者的风险补偿不足。由于此时的票面利率本身偏低,即使按照本金加利息作为基础损失,对投资者的补偿也是不足的。因此,《债券会议纪要》赋予法院一定的自由裁量权,由法院结合实际情况,得出一个合理的逾期利息赔偿标准,实现完整的价值衡平。

“五洋债”一案中,杭州中院较好的领会和贯彻了上述计算逻辑。法院首先按照票面利率及持有期限,计算出投资者未偿付的期内本息和,并酌情确认了每人2000元的律师费。逾期利息方面,法院则沿用了募集说明书中载明的票面利率,即逾期利息补偿标准“15五洋债”为7.48%，“15五洋债02”为7.78%。实际上,较市场平均水平来看,7%以上的利息补偿标准处于较高水平。法院判决继续按照票面利率执行,一方面体现了法院着力保护债券持有人的裁判思路,另一方面可能也考虑到五洋债发行人欺诈发行、虚假陈述行为所导致发行时的票面利率偏低,没有真实反映发行人当时的偿债水平等情况。法院通过裁定一个较高的利息损失标准来计算逾期利息,可以以另一种方式适当

[20] 包括债券尚未兑付的本息、违约金、实现债权的合理费用等。

地补偿投资者。

(三) 判定因果关系

1. 交易因果关系的建立: 欺诈市场理论

《债券会议纪要》与《虚假陈述若干规定》在损失因果关系上的逻辑相同,以信赖推定原则为前提,通过规定适格的买入卖出区间,来判断投资者财产损失与虚假陈述之间是否具有因果关系。符合买入卖出或持有适格区间的投资者,可以认定为适格对象。《债券会议纪要》第24条明确规定,除非因债券虚假陈述导致信用风险进一步恶化,否则揭露日之后买入债券的投资者,无法主张损失。

2. 重大性判断

虚假陈述以信息披露为载体,立法上明确要求虚假陈述的信息应具有重大性。^[21] 股票市场中,信息重大性的判断标准是对股价的影响情况。债券市场的虚假陈述也需要符合重大性的要求,对应到交易价格差额和本息之和两种模型的基础损失,重大性的判断上也应该分而待之。对前者应判断是否对债券交易价格产生较大影响,对后者应判断是否对发行人的偿付能力产生影响。

《债券会议纪要》第22条对“重大性”明确进行了规定,虚假陈述行为是指“债券信息披露文件中就发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”。第27条、29条、31条、33条等与虚假陈述责任承担直接相关的条款,也均以“足以影响投资人对发行人偿债(偿付)能力判断”作为信息“重大性”的判断基准。因此,因果关系方面,需要证明有关发行人偿付能力的重要内容虚假陈述而造成了投资者的投资损失。这一点,在债券市场中介机构的责任认定和划分中,也尤为重要。当然,《债券会议纪要》中“与偿付能力有关”的表述还是较为原则,还需法院在审判实践

[21] 最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第17条规定:“证券市场虚假陈述,是指信息披露义务人违反证券法律规定,在证券发行或者交易过程中,对重大事件作出违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者在披露信息时发生重大遗漏、不正当披露信息的行为。”最高人民法院《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中规定:“重大性,是指违法行为对投资者决定的可能影响,其主要衡量指标可以通过违法行为对证券交易价格和交易量的影响来判断。”

中结合案情,自由裁量,并逐步达成共识。

3. 损失因果关系的建立

股票市场中,《虚假陈述若干规定》第30~33条规定的损失计算模型,以某一区间股价主要受到虚假陈述行为的影响而产生波动为前提,在损失认定方面已经纳入“原因力”的考量。但债券虚假陈述损失计算模型中的本息之和模型,以还本付息作为损失赔偿责任的上限,是最为宽泛的损失认定,需要尽可能多的剔除无关因素,做到公平、公正。

系统性风险方面,《债券会议纪要》第24条简要列举了需要剔除的与虚假陈述无关的变量,如市场无风险利率水平变化(以同期限国债利率为参考)、政策变化等。一般认为,无风险利率水平变化原则上不会独立影响债务人的偿债能力,而宏观政策或产业发展情况,对发行人的影响可能更加复杂。但总体上,此类影响因素产生的作用路线较为清晰,《债券会议纪要》已明确规定,人民法院可以委托信用评级机构等第三方专业机构提供测算。

非系统性风险方面,多数情况下债券违约这一最终结果往往不完全由虚假陈述所涉事实导致。债券持有人的损害后果是由与虚假陈述内容相反的真实情况决定的,而不是虚假陈述行为本身所客观导致。例如,债券发行时募集说明书中未披露公司重大的对外担保事项,但最终在被市场知悉前,该担保责任因其他原因而消灭,发行人作为担保人并未因该项担保影响其偿债能力,则该事项与最终损害结果之间并无因果关系。

五、结论

新《证券法》发布实施以来,证券市场违法违规成本显著提升。随着债券违约纠纷频频发生,债券虚假陈述案件屡见不鲜,《债券会议纪要》从基本原则、诉讼主体资格的认定、管辖与诉讼方式、持有人保护、发行人民事责任、中介机构等其他主体责任和破产管理人责任等7个方面,为畅通司法救济渠道,统一各级法院裁判思路,审理债券纠纷,提供了较好的指导。其中,第22条明确的债券虚假陈述损失计算方法,

立足债券市场特点,结合《虚假陈述若干规定》已经确立下来的基础理论、因果关系构建,探索出一条更加符合债券市场和品种特点的计算方式。根据不同情形,在原本价格差额基础损失模型之外,创新性的增加了以债券本息之和作为基础损失的模型,简化了计算流程,并赋予法院一定的自由裁量空间,使债券持有人可以获得更全面、更完善的司法救济,在“五洋债”案等实践中也已有较好的体现与运用。

先进性方面,《债券会议纪要》本次并未明确区分公募和私募债券,概因私募债券也已出现虚假陈述纠纷案件。新《证券法》为了保护中小投资者的利益,给予了公募债券持有人过错推定和连带责任的优待,但在基础损失模型、因果关系判定等方面,私募债券持有人寻求损失赔偿的原理与公募债券持有人是相通的。因此,《债券会议纪要》未明确仅适用于公募债券,是便于法院在审理私募债券纠纷案件中同样予以适用。《债券会议纪要》还明确将公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具引发的合同、侵权、破产案件均纳入适用范围,对统一我国债券市场司法裁判尺度有所助益。

局限性方面,《债券会议纪要》第22条第1款,在参照《虚假陈述若干规定》差额损失计算模型时,缺乏更加详细的规定。针对不同债券品种(如公司债券、非金融企业债务融资工具、企业债券等)、不同交易场所(如交易所市场、银行间债券市场等)、不同交易方式(如竞价交易、协议交易等),债券市场公开且有效的假设是否还能够必然成立,需进一步细化完善判断标准。2007年8月4日,最高人民法院印发的《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》中提出,要依法充分运用专家证人、专家陪审员制度,提高证券案件审判的专业性和公信力。因此,建议未来可以引入中小投服、信用评级机构、会计师事务所、专业院校等第三方机构,作为专家证人或专家陪审员,对个案中所涉情形是否适用欺诈市场理论,进而采用差额损失计算模型予以说明。

2003年发布的《虚假陈述若干规定》已不能适应目前资本市场的制度需求。而《债券会议纪要》作为最高人民法院发布的第一部审理债券纠纷案件的系统性司法文件,对于诸多市场关切的难点要点,提出了具有建设性意义的规定。建议在对《债券会议纪要》不断完善的基础上,将类似债券虚假陈述损失计算规则等已经被实践证明产生积极

作用的重要规定,吸收至司法解释当中,设置单独章节或条文对债券市场虚假陈述行为进行规制,提升纪要效力层级,以便法院在审理债券纠纷案件中予以援引,减少裁判依据与实践做法之间的中空地带。

(编辑:赵宇)